



エマージング債市場アップデート

中国社債市場に落ち着きが見られる

2021年11月12日

著者

アンソニー・ケトル

エマージング債チーム（社債）
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



グローバル市場の動き

先週は、S&P500種指数が0.3%下落したものの、ユーロ・ストックス50種指数は0.2%上昇する中、グローバル株式市場は相対的に安定的な動きとなりました。アジア及びブラジル市場に反発が見られる中、エマージング（EM）株式市場はアウトパフォームしました。主要金利市場では、米国債利回りカーブがベア・フラットニングする中、再びボラティリティが高まりました。米国5年債利回りは17bps上昇した一方で、30年債利回りは4bpsの上昇に留まりました。

経済指標では、主要指標である米国物価指数（CPI）が発表され、10月は前年比で6.2%上昇し、コア指数は前年比で4.6%上昇しました。いずれも市場予想を上回り、インフレは一時的であるとの米連邦準備制度理事会（FRB）の見方に疑問を投げかけました。市場では2022年6月に一回目の利上げ実施が織り込まれ、利上げの可能性への調整が続いています。

米国債利回りカーブにおける短期ゾーンの動きはEM市場のボラティリティを高める要因となりました。特に、トルコで実質金利のマイナス幅が最も拡大しており、インフレ率の高止まりが通貨の弱含みにつながる負のループが起きている中、トルコ・リラに下押し圧力が強まりました。ロシア・ルーブルにも、インフレ懸念を背景に中央銀行が足元でタカ派姿勢を強めているにもかかわらず、下落圧力が掛かりました。ロシア・ルーブル安の背景には、ウクライナ国境における軍備増強や、それに対して米国が冬の間のロシア軍によるウクライナ侵攻の可能性を警告したことがあります。

先週は、ソブリン市場のハイ・イールド資産が主な足かせとなる中、EM債券市場のパフォーマンスは弱含みました。代表的な指数で見ると、外貨建て社債及びソブリン市場はそれぞれ0.1%及び0.5%下落した一方、現地通貨建て市場は0.2%の下落となりました。ソブリン市場のハイ・イールド資産では、アルゼンチンやエルサルバドル、ウクライナが大きくアンダーパフォームしました。社債市場では、ここ数週間の軟弱な動きから中国市場に反発が見られました。

個別国市場での出来事

中国：不動産市場に対する政策緩和の兆しが見られ、ハイイールド債券市場はかなりの低水準から反発する中、幾らかの回復の兆しが見られました。この時点で、政策緩和は段階的であるものの、相対的に格付けの高い資産に大きな恩恵をもたらすと考えられる中、高格付け銘柄がパー価格に近づくなど債券価格に反映されています。多くのシングルB格以下の発行体の債券価格は、投資家がこのセクターにおけるさらなるデフォルトに備えているため、30ポイント近くに留まっています。

アルゼンチン：先週末に実施された中間選挙では、政府を支持した約34%に対して野党は42%以上の得票率を獲得し、勝利しました。この結果は、2023年の大統領選挙を見通すにあたり、野党にとって追い風となりました。今後、市場の注目は2022年に多額の支払いが満期を迎える中、アルゼンチンと国際通貨基金（IMF）間の協議における進展に移っていくと考えています。

今後の見通し

予想を上回る米国CPIを受けて、世界中でインフレ・サプライズが起きるとの見方が広がる中、引き続き市場ではインフレが大きく注目されていると考えています。市場は年末にかけてのインフレ・シナリオを改めて織り込み始めており、米国の5年ブレイクイーブン・インフレ率は年間で120bps上昇し、当月のみで30bps近く上昇しました。この動きは、年を通して5年国債の名目利回りが90bps上昇し、30年債利回りが30bps上昇した米国債利回りカーブのベア・フラットニングが進む中で見られました。またこれは、一時的には見えないインフレを食い止めるために、FRBが利上げという形で行動を起こすと市場が確信していることを示している可能性があります。当然ながら、Covidの見通しは今後のインフレシナリオの進展を最終的に左右する重要な要因であり、冬が近づく北半球が重要な試金石になると考えています。

EM市場でも、財政拡大によって世界経済が直面している供給側のインフレは加速し、デルタ変異種感染の落ち着きに伴い需要が改善する中、インフレ基調が継続しています。このことから、EM諸国の中央銀行は先進国の中央銀行を先回りして、より大胆に行動せざるを得ない状況になっており、EM市場のインフレ率が今年10-12月期、あるいは2022年1-3月期にピークを迎える可能性があると予測するインフレモデルへの確信度が高まっています。ブルーベイでは、引き続きこれが現地通貨建て債市場の価値を高める鍵であると考えています。現地通貨建て債市場は今年、顕著にアンダーパフォームし、相対的なバリュエーションの面でも目立っていますが、投資家の注目を集めるには何らかのカタリストが必要であり、それはインフレ見通しの安定であると考えています。

クレジット市場を見ると、中国で緩和の兆候が徐々に見られたことが短期的な回復につながり、中国市場は安定した動きとなりました。しかし、2022年1-3月期に多額の支払い満期が迫っていることを考慮すると、逼迫した流動性をより大幅に緩和する必要があると考えています。依然として、バリュエーションは数年来の魅力的な水準にあることから、ボラティリティーに耐えられる投資家にとっては、生き残ることができる企業を厳選した投資が利益につながると考えています。ソブリン債市場では、投資家は引き続きハイイールド資産をオーバーウェイトしている中、新規の資金流入が少なく、起債が続いていることが需給面での重石となっています。これは、引き続き差別化の動きが活発に続くことを意味すると見ていますが、相対的に魅力的なバリュエーションは年末に向けての需給面の下支えになると見ています。

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



Global Asset Management
BlueBay Asset Management